

食品饮料

2025年03月25日

康比特 (833429)

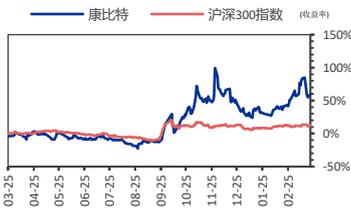
——体重管理是黄金赛道，公司乘风进击，打造第三增长极

报告原因：强调原有的投资评级
增持 (维持)

市场数据： 2025年03月24日
收盘价(元) 18.58
一年内最高/最低(元) 24.36/8.28
市净率 2.8
股息率(分红/股价) 1.08
流通A股市值(百万元) 2,105
上证指数/深证成指 3,370.03/10,695.49
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日
每股净资产(元) 6.70
资产负债率% 24.25
总股本/流通A股(百万) 125/113
流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818x
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 我们在 2025 年 1 月发布报告阐述了公司的长期成长性和竞争优势，指明蛋白补充、能量补充、体重管理均是优质赛道。近期体重管理行业迎政策催化，加之大众追求健康身形的需求日益旺盛，本篇报告重点就体重管理行业的高成长性和公司布局做介绍。
- 体重管理是极具发展潜力的黄金赛道。体重管理涉及面广、系统性强，旨在帮助个体实现并维持最佳体重。(1)需求端，国内人群基数庞大&消费动力充足。①超重/肥胖人群：超重/肥胖是多种慢性疾病的风险因素，预计 2030 年国内人数突破 5 亿；②悦己人群：愉悦自己正成为年轻一代消费动力，女性将保持身心健康内化为生活态度；③中产阶级：身形健康逐渐成为一种标签，用于标识对工作和生活态度积极的群体。(2)供给端：①产品：新技术、新场景、新功效驱动下，体重管理产品创新持续。②服务：对标日本，体重管理服务的参与主体和商业模式有较大拓展空间。③医疗措施：减重手术、治疗药物的可及性不断提高，孕育营养支持产品蓝海。
- 以预防支出代替医疗支出，“体重管理行动”势在必行。居民肥胖加重医疗卫生体系负担，实施体重管理从“治已病”到“治未病”，将实现国家与居民的双向受益。2024 年 6 月全民体重管理纳入国家计划，2025 年两会再提“体重管理年”行动，看好政策端持续发力。复盘日本体重管理行业发展历程，政府在其中发挥重要作用，包括：(1)制定纲领性文件；(2)通过政府支出、健康教育等形式，构建支持性环境；(3)通过强制或鼓励性措施，引导企业及个人参与体重管理事业；(4)激活外部专业力量，完善体重管理体系。政策牵引下，功能性食品、健康监测服务、多样化体重管理服务等行业得到快速发展。
- 公司乘风进击，打造主业第三增长极。公司近 20 年深耕竞技体育营养&健康管理事业，开创体重管理新范式。顺应全民健身/体重管理国家战略，公司专门打造大众运动健康管理平台、智慧营养健康餐厅，将积极向大学、企业、社区等 B 端推广。公司乳清蛋白类产品高度适配高蛋白膳食减重、GLP-1 营养支持、术后营养支持及体重维持需求，直接受益于需求扩容。25 年 3 月公司发布全新子品牌 CPTfit，旨在把握女性细分市场机会。CPTfit 确立 C 位蛋白棒大单品策略，C 位蛋白棒复用公司王牌产品配方，享品牌背书，线上种草引流与线下场景/活动营销互促，具备高增长实力。公司专利布局充分，护航产品矩阵扩张。
- 略上调盈利预测，维持“增持”评级。基于业绩快报数据，结合业务进展，我们略上调 2024-2026 年盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 0.89/1.15/1.56 亿元（原值分别为 0.85/1.13/1.44 亿元），最新股价（2025/3/24 收盘）对应 PE 分别为 26/20/15 倍。体重管理是黄金赛道，政策发力强化行业成长逻辑，公司体重管理业务望迎风而上，成为第三增长极。维持“增持”评级。
- 风险提示：食品安全风险；市场竞争风险；核心技术失密风险；新品推广不及预期等。

财务数据及盈利预测

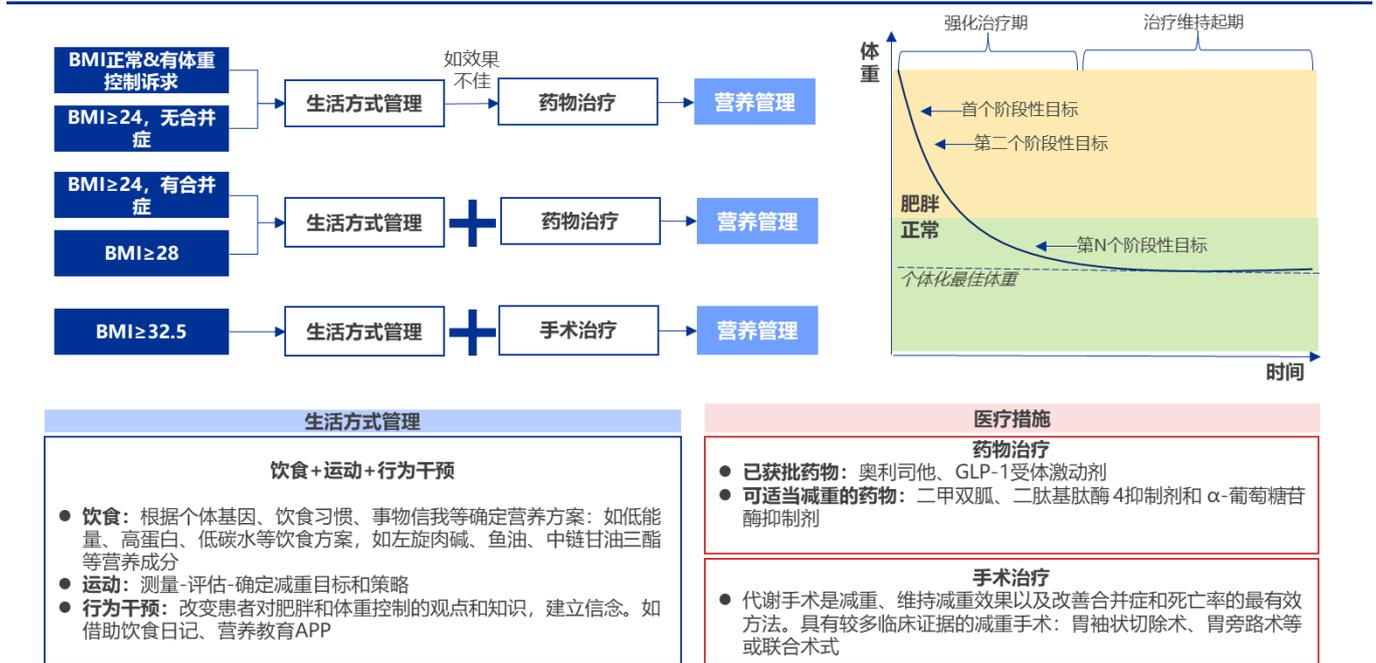
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	843	774	1,041	1,406	1,873
同比增长率(%)	32.8	29.8	23.4	35.0	33.2
归母净利润(百万元)	88	66	89	115	156
同比增长率(%)	52.9	2.1	1.6	28.7	35.1
每股收益(元/股)	0.71	0.53	0.72	0.93	1.25
毛利率(%)	40.1	40.2	40.6	39.9	40.1
ROE(%)	11.0	7.9	10.4	12.1	14.1
市盈率	26		26	20	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. 体重管理：供需互促，极具发展潜力的黄金赛道

体重管理涉及面广、系统性强，旨在帮助个体实现并维持最佳体重。不健康生活方式是超重/肥胖的主要危险因素，体重管理首推生活方式管理，包括对饮食、运动、行为方式等的干预。相较单纯饮食或运动干预，全生活方式减重效果更优，并可带来多重健康效应。如果生活方式干预效果不佳，或是超重有合并症及更严重身体状况者，可以考虑药物治疗、减重代谢手术在内的医疗措施，医学减重后通常需要营养管理，助力减重维持。

图 1：体重管理适用人群、治疗措施及治疗周期



资料来源：《肥胖患者的长期体重管理及药物临床应用指南(2024版)》，申万宏源研究

注：BMI=体重÷身高的平方，单位：kg/m²。中国肥胖判断标准：超重：24≤BMI<28；肥胖症：BMI≥28。WHO判断标准：超重：25.0≤BMI<30；肥胖症：BMI≥30。

体重管理是黄金赛道，极具发展潜力：需求端，国内人群基数庞大&消费动力充足；供给端，新技术更迭&新场景拓展，激发新的市场需求。

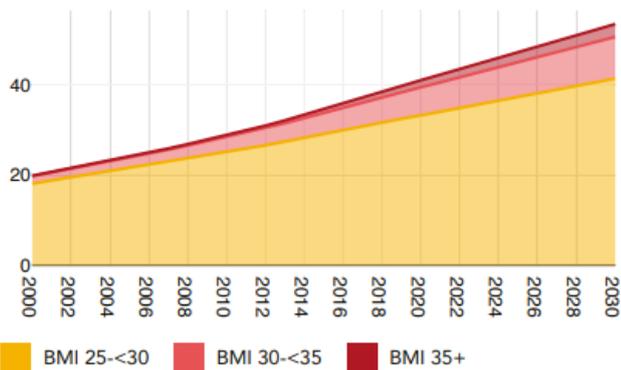
1.1 受众：超重/肥胖人群、悦己人群、中产阶级

①超重/肥胖是多种慢性疾病的危险因素,预计2030年国内超重/肥胖人数突破5亿。超重/肥胖与多种慢性疾病的发生相关，全球疾病负担研究表明，44%的2型糖尿病、23%的冠心病和7%~41%特定癌症的负担可归因于超重/肥胖。自2000年起，中国高BMI（超重及肥胖等级）人数占比持续提升，据世界肥胖联合会预测，至2030年中国高BMI（按WHO标准）人数将达5.15亿，其中肥胖人数将达1.25亿人，占总人口比例分别升至41%和9%。高BMI除了增加医疗支出之外还会形成间接负担，包括活动能力下降、劳动时间减少等，降低个体的生活质量。

图 2：中国成年男性高 BMI 人数占比及变化趋势

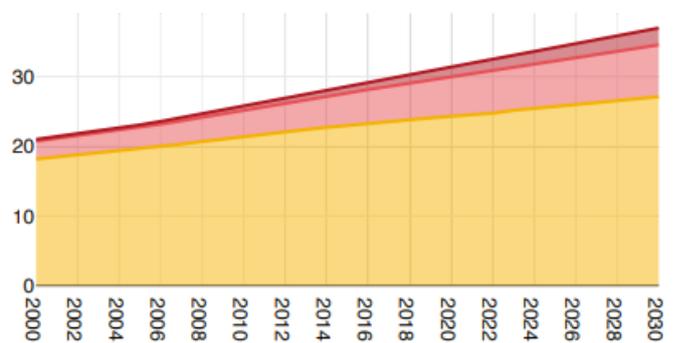
图 3：中国成年女性高 BMI 人数占比及变化趋势

% men with high BMI



资料来源：世界肥胖联合会《2025 世界肥胖地图》，申万宏源研究

% women with high BMI



资料来源：世界肥胖联合会《2025 世界肥胖地图》，申万宏源研究

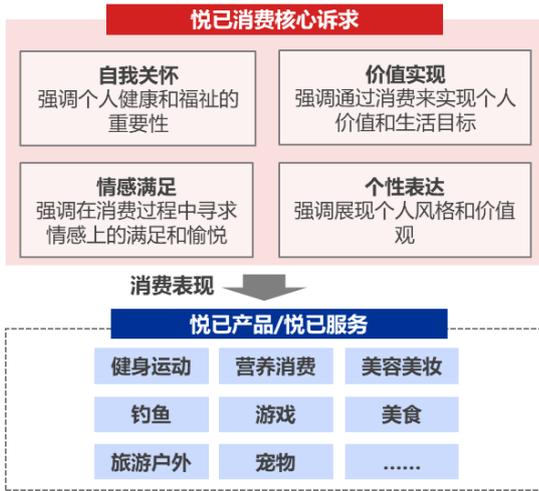
表 1：中国男性和女性高 BMI 人数现状及人数预测（单位：千人）

BMI(kg/m ²)	男性			女性		
	2010	2015	2030E	2010	2015	2030E
25-<30	126,370	155,070	236,560	106,550	120,880	153,610
30-<35	16,840	24,570	52,710	18,920	24,440	42,240
35+	2,110	4,330	16,220	2,910	4,860	13,700
总和	145,320	183,980	305,490	128,390	150,180	209,550

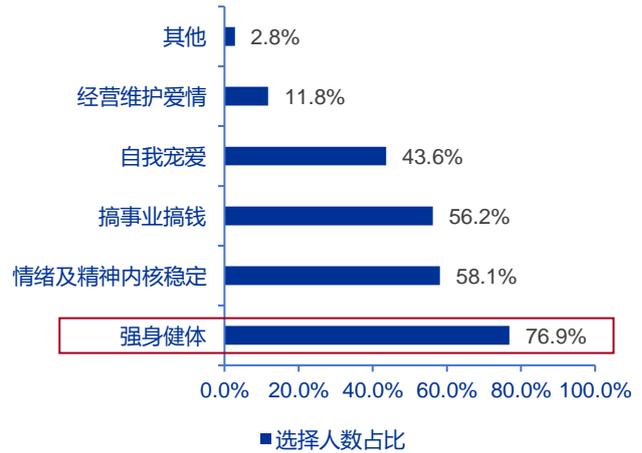
资料来源：世界肥胖联合会《2025 世界肥胖地图》，申万宏源研究

②**愉悦自己正成为年轻一代消费动力，女性将保持身心健康内化为生活态度。**年轻一代关注自我愉悦和生活体验，**核心消费诉求**包括自我关怀、价值实现、个性表达和情感满足。从**消费表现**看，健身运动、美容美妆、游戏、美食、宠物、旅游户外等领域消费群体呈现年轻化趋势。**2025 年 3 月京东调研显示**，许多女性用健康消费重新定义“自我关怀”的边界。76.9%的女性将强身健体作为 2025 年最重要的关键词。为了让自己 2025 有更好的精神状态，47.0%的女性将更加关注健康，33.4%的女性将保持更稳定的运动频次。27.6%的女性将更好地保持自律，补充运动健身类产品。

图 4：悦己消费者消费诉求及消费表现
图 5：京东女性消费者调研之 2025 年自我突破关键词



资料来源：京东消费及产业发展研究院，申万宏源研究



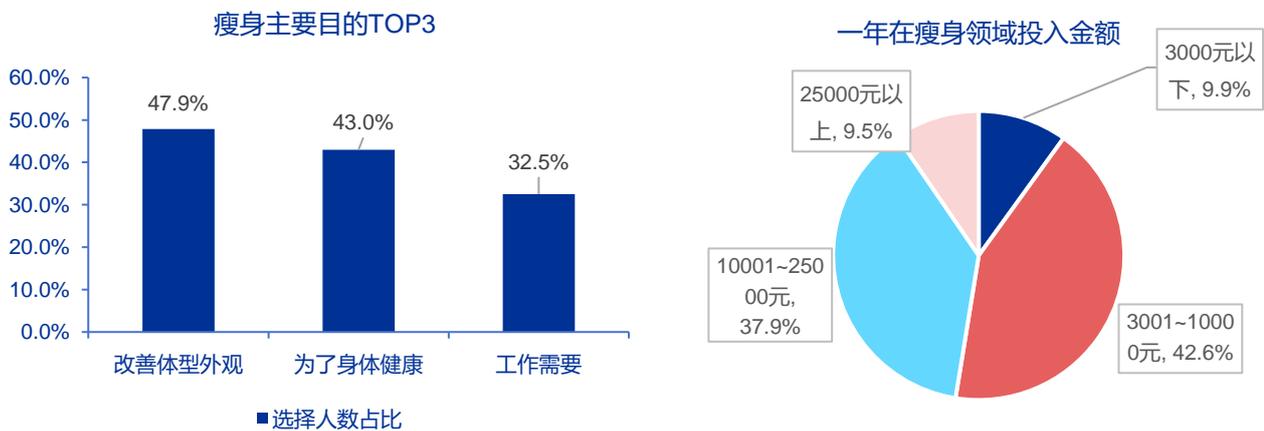
资料来源：京东消费及产业发展研究院，申万宏源研究

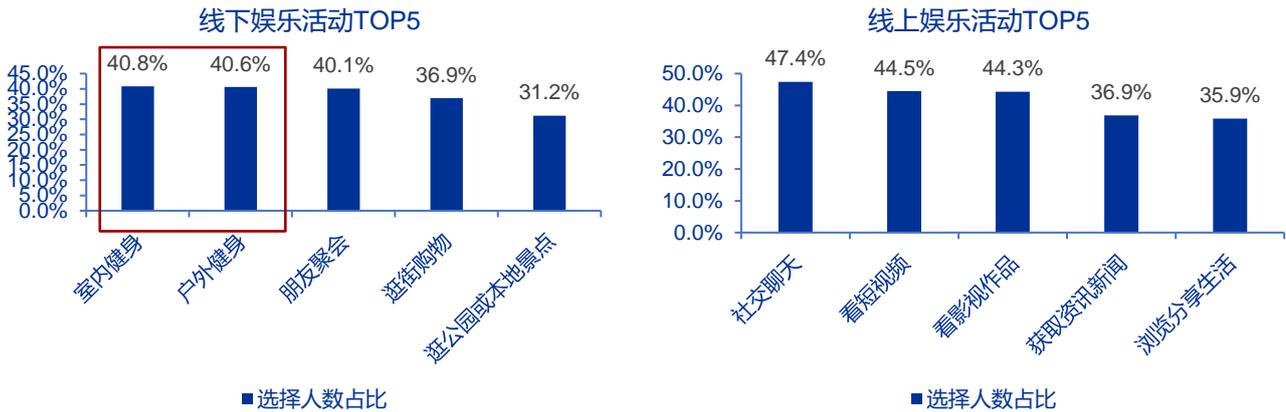
注：京东消费及产业研究院通过问卷形式调研 1200 位女性消费者

(3)身形健康逐渐成为一种标签，用于标识对工作和生活态度积极的群体。身形健康往往反映个体良好的自我管理和约束能力，具有“区隔”和标识功能，尤其在一些高科技行业或人才密集型行业，个体可以通过身形管理构建自己的内群体认同进而赋能职场发展。

艾瑞咨询 2024 年 8 月的调研显示，主要生活在一、二线城市的中产阶级，平常注重健身锻炼身体，一部分瘦身原因直接来自工作需要，有 42.6% 的被调研者一年在瘦身领域花费 3001~10000 元，37.9% 的被调研者年花费 10001~25000 元。

图 6：艾瑞咨询调研之中产阶级瘦身原因、投入金额及主要的线上及线下娱乐活动





资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国医疗瘦身产业洞察白皮书》，申万宏源研究

注：样本：个人月收入高于 10000 元的 31-45 岁样本 N=409，第三方机构艾瑞 2024 年 8 月开展调研获得

1.2 供给-产品：由新技术、新场景、新功效驱动

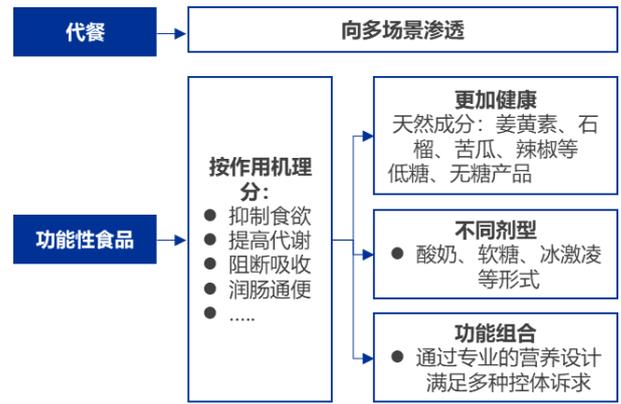
体重管理食品：分代餐和功能性食品。代餐是健康饮食的载体，向多场景渗透。功能性食品的功能设计日趋多元。据欧睿咨询，2024 年国内体重管理食品市场 22.4 亿美元，其中代餐占比最高，达 55.9%。近十年（2015-2024 年）减重膳食补充剂和营养补充饮品的年复合增速领跑行业，分别为 9.4%和 39.1%。海外代餐以能量棒形式出现，购买群体主要为运动健身人群和快节奏工作人群，中国市场购买主体则是有瘦身需求的人群，使用场景得到大幅拓展。目前国内代餐食品包括泛代餐、代餐和代餐零食三大类，厂商通过正餐零食化、提高产品便捷性等方式适应消费者多场景代餐需求。2013-2019 年，国内功能性食品以减肥茶为主，随着人们对碳水和脂肪代谢机制的研究不断深入，基于新的作用机理的产品不断涌现，包括抑制食欲、提高代谢、阻断吸收等。随着体重管理产品逐步深入大众生活，更多剂型、更加健康、更多功能成为新品开发方向。

图 7: 2013-2024 年中国体重管理食品市场规模 (单位: 亿美元)

图 8: 体重管理食品新品开发方向



资料来源：欧睿，申万宏源研究



资料来源：Foodaily 每日食品，申万宏源研究

体重管理用品：新技术升级产品功能、推动硬件-软件-服务一体化。 目前智能手环、智能体脂秤等监测类产品供给最多，通过引入各类高精度传感器、无感化监测技术、多模态数据融合技术等，监测结果的及时性和准确性得到不断提升。在硬件载体上，依托 AI 技术、智能分析技术等进行信息数据的分析和整合，能够形成基于个体特征的行为指导。如 Keep 体脂秤，若检测到上肢肌肉量低，推送哑铃课程；Tempo Studio 大屏电子健身镜，依托 3D 摄像头动作捕捉技术和 AI 分析等技术，实现与虚拟私人健身教练的智能互动。

1.3 供给-服务：参与主体和商业模式有较大扩展空间

国内体重管理服务分两类：一是基于单个产品或内容收费，无法提供全生命周期服务。 如**智能硬件**通常对增值服务收费，但不同品牌的硬件难以互通数据；Keep、咕咚等软件提供运动健身指导；薄荷健康等软件提供饮食指导；**二是按需提供定制化服务，但商业本质仍是产品销售。** 主要因国内针对个体的生化代谢数据、身体活动数据、营养状况信息等积累不足，体重管理服务主要由经验驱动或是基于标准方案，难以主张溢价。

日本体重管理服务在发展过程中演变出 4 种商业模式：①医疗诊所模式、②健康管理公司、③合作医疗机构、④线上线下结合。对比国内市场，日本参与主体更加多元，获得专业性医疗支持；体重管理方案根据个体的不同规律而定，由数据驱动，提供真正意义上的个性化诊疗服务。

表 2：日本体重管理服务商业模式及代表性企业

商业模式	内容	代表性企业及其主业
医疗诊所服务	配备先进的医疗设备和专业医疗团队 提供医疗级体重管理和瘦身服务	次世代医疗瘦身：以专业医疗检测与专科医生支持为基础，结合国际前沿技术，提供瘦身服务
合作医疗机构	在大型医疗机构中设置专门的瘦身部门/科室 提供手术和非手术瘦身方案	龟田医疗中心：提供瘦腹部治疗服务

商业模式	内容	代表性企业及其主业
健康管理公司	提供综合的健康管理服务：包括瘦身、营养和运动指导	丸之内健康：AI驱动的综合健康管理服务，整合饮食、运动、代谢数据
线上线相结合	用户线上获取瘦身建议和指导，线下实际治疗和跟踪效果	FINC：线上 APP 提供饮食记录、运动计划、睡眠分析及心理健康指导；线下开设健身房

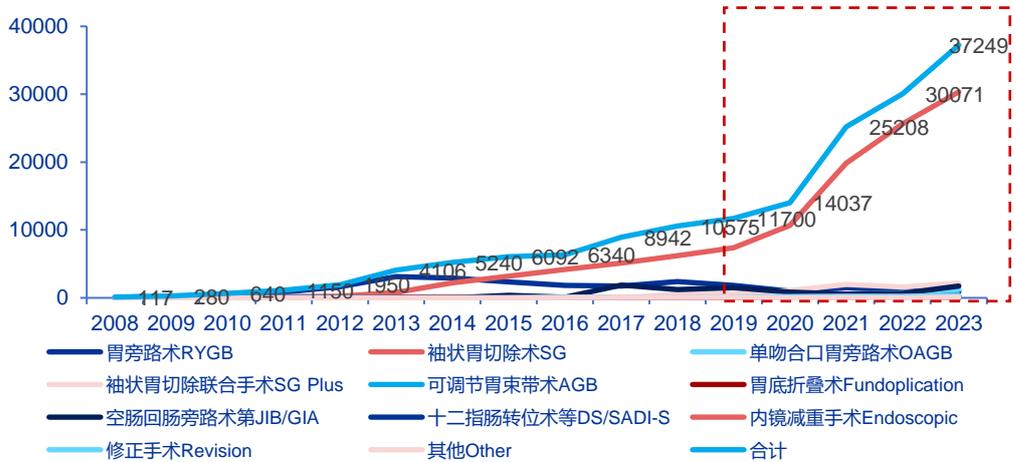
资料来源：艾瑞咨询《2024年中国医疗瘦身产业洞察白皮书》，各公司官网，申万宏源研究

1.4 供给-医疗措施：可及性提高，孕育营养支持蓝海

减重手术：2023年全国减重手术量达3.72万台，近五年（2019-2023年）年复合增速达33.6%，推力主要来自三方面：**一是**，微创技术发展提高患者依从性，目前主流的减重手术袖状胃切除术、胃旁路术均属于微创手术范畴；**二是**，减重代谢科室快速发展，19-23年国内常规开展减重代谢手术的医院从128家增加至420家；**三是**，支付条件改善，部分地区将减重手术作为治疗代谢性疾病的一部分，纳入医保支付范畴。

考虑目前减重手术诊疗费用仍以自费为主，科室建设水平较低，国内减重手术仍有充足发展空间。

图9：2008-2023年中国肥胖代谢外科手术推算数量（单位：台）



资料来源：《中国肥胖代谢外科数据库：2023年度报告》，申万宏源研究

围手术期营养不良比例高，市场需求大。流行病学数据显示，30%~50%的住院患者存在营养不良。减重手术后常见的营养相关并发症有胃食管反流、呕吐、蛋白质摄入不足、营养性缺铁、钙与维生素D缺乏、维生素B12及叶酸不足、微量元素如锌、镁缺乏等，实施围术期营养管理有助于降低营养不了风险，维持体重。

表3：减重手术后营养素的补充建议

营养素	剂量
水分	建议摄入量应 > 2000ml/d
蛋白质	建议摄入量为 60~80g/d
维生素与微量元素	预防性口服维生素 D3 3000U/d，常规补充维生素 B12 350~1000μg/d，按需补

营养素	剂量
	充维生素 B1, 后期监测中若发现患者出现缺铁性贫血, 应及时补充铁剂和维生素 C

资料来源:《减重手术的营养与多学科管理专家共识》(2018), 申万宏源研究

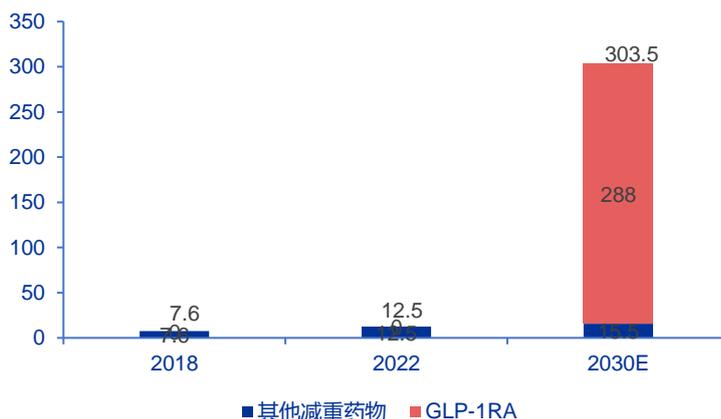
减重药物: 国内批准应用的减重药物有奥利司他、GLP-1 受体激动剂。**奥利司他**是一种脂肪酶抑制剂, 作用机制较为单一, 且存在较严重的副作用;**司美格鲁肽、利拉鲁肽等 GLP-1 受体激动剂**具有广泛的全身性作用, 可以增强胰岛素分泌, 抑制胰高糖素分泌, 能够延缓胃排空, 并能通过中枢性的食欲抑制减少进食量, 具有多重减重机制。已开展的多个临床试验结果显示, GLP-1 受体激动剂相比对照组有更好的减重效果。随着药品可及性提高, **据灼识咨询预测, 2030 年国内减重药物市场将达 303.5 亿元, 其中 GLP-1 药物市场将达 288.0 亿元。**

表 4: 截至目前 (2025 年 3 月 17 日) 国内已获批的减重药物

药物名称	生产厂商	获批时间	作用机制	药物剂量	平均减重效果
奥利司他	国内华森制药、海正药业等 9 家药企取得药品批件	2001 年	脂肪酶抑制剂	60-120mg,tid,po	3.0%
利拉鲁肽	中美华东	2023 年 7 月 4 日	GLP-1 受体激动剂	3.0mg,qd,sc	8.0%
贝那鲁肽	仁会生物	2023 年 7 月 27 日	GLP-1 受体激动剂	0.2mg,tid,sc	13.0%
司美格鲁肽	诺和诺德	2024 年 6 月 25 日	GLP-1 受体激动剂	2.4mg,qw,sc	17.0%
替尔泊肽	礼来	2024 年 7 月 19 日	GLP-1 受体激动剂	15mg,qw,sc	20.0%

资料来源: 国家药品审评中心、人民日报健康客户端, 申万宏源研究

图 10: 中国减重药物市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 灼识咨询《GLP-1 行业蓝皮书》, 申万宏源研究

GLP-1 减重药物的副作用包括肌肉损失、营养摄入不足、消化系统疾病等, 用药期间需要营养支持。

①**肌肉损失**：减肥会导致脂肪以及去脂体重（如肌肉、水分等）的减少。此外，减少卡路里摄入会导致能量不足，身体通常通过燃烧肌肉来弥补。2024年9月，**彭宁顿生物医学研究中心发表了一篇评论文章**：研究显示，GLP-1受体激动剂可有效减肥，但也会导致大量肌肉损失，在36-72周内，肌肉损失量占体重减轻总量的25%-39%。这种肌肉损失率明显高于热量限制（10%-30%）或正常衰老的速度，可能导致意想不到的负面健康后果。

表 5：使用 GLP-1 受体激动剂导致的肌肉损失情况

	观测周期	表现	肌肉损失情况（占体重减轻总量比例）
使用 GLP-1 受体激动剂	36-72 周	体重显著降低	25%-39%
非药物控制热量	36-72 周	体重降低幅度小	10%-30%
与年龄相关的损失预期	40-70 岁之间	体重正常	每十年损失 8%

资料来源：Carla M Prado 等《Muscle matters: the effects of medically induced weight loss on skeletal muscle》，申万宏源研究

②**营养摄入不足**：由于 GLP-1 药物会抑制食欲，用药人群在日常饮食中不自觉地减少了食物摄入，可能导致营养不良。此外，胃肠道反应是 GLP-1 受体激动剂的常见不良反应，多表现为恶心、呕吐、消化不良、腹泻等，也会导致营养素摄入减少。

③**消化系统疾病**：GLP-1 药物延缓胃内容物进入小肠的速度，食物在系统中排出得更慢，恶心、腹痛、便秘等问题常见。

表 6：使用 GLP-1 药物减肥带来的负面影响及营养素需求

负面影响	营养素
肌肉损失	蛋白质产品【因 GLP-1 药物会降低热量摄入，需要浓缩或高品质的蛋白质来源产品】
营养摄入不足	蛋白质奶昔、多种维生素、矿物质补充剂及其他营养补充产品
消化系统疾病	消化辅助剂、软便剂或纤维产品

资料来源：《中国超重/肥胖医学营养治疗指南（2021）》，申万宏源研究

美国市场先行，随着 GLP-1 减重用人群增加，高蛋白食品需求快速增长。2021年6月，美国 FDA 批准司美格鲁肽作为减肥药上市，23 年司美格鲁肽成为减重领域现象级大单品，2024 年全美约 1500 万人使用 GLP-1 药物减重。随着用药人群对 GLP-1 营养支持的认知加深，对高蛋白食品需求快速增长。**根据动脉网援引的 1440 Foods 与凯度 Kantar 进行的一项以 GLP-1 见解为特色的研究（2024 年）**：GLP-1 用户正在寻求美味且营养丰富的产品，60%的人选择“高蛋白”作为购买食品和饮料时寻求的首要属性。根据美国食品智能数据平台 SPINS 发布的《2024 Trends Predictions》，2022 及 2023 年，营养补充产品类别项下，蛋白补充及代餐类产品销售额同比增长最快。根据 SPINS 发布的《2025 Industry Update Trends Predictions》，2024 年全美高蛋白食品（蛋白质含量 15g+）销售额同比增长 9.3%，同期 NPI（天然和有机食品）行业增速为 5%。蛋白来源为乳清&蛋清、乳清的产品在高基数下实现高增长。

图 11：2022 及 2023 年美国营养补充产品销售额及销量同比增长情况

图 12：2024 年美国高蛋白食品销售情况

Category	2022* vs. YAGO		2023* vs. YAGO	
	Sales	Units	Sales	Units
Protein Supps. & Meal Replacements	+10.4%	+2.3%	+15.3%	+7.2%
Green Supplements	+6.6%	+71.4%	-4.0%	+42.8%
Probiotics/Prebiotics	+1.1%	-1.1%	+0.6%	-2.2%
Multivitamins	-1.9%	-7.0%	+0.2%	-6.6%

资料来源：SPINS《2024 Trends Predictions》，申万宏源研究

What types of protein are being used in Snacks & Bevs with 15g+ protein?

FUNCTIONAL INGREDIENT	Sum of Dollars	Dollars, %Growth Yago
PROTEIN - ANIMAL - WHEY & MILK	\$704,554,381.11	8.60%
PROTEIN - ANIMAL & PLANT COMBO	\$531,332,895.39	-8.20%
PROTEIN - ANIMAL - WHEY & CASEIN	\$170,203,645.19	120.40%
PROTEIN - ANIMAL - WHEY	\$143,923,919.47	38.10%
PROTEIN - ANIMAL - MULTI	\$120,085,689.65	27.30%
SOY FOODS	\$113,545,980.70	-10.10%
PROTEIN - PLANT - MULTI	\$112,581,309.45	1.60%
PROTEIN - PLANT - PEA	\$29,522,021.77	24.00%
PROTEIN - PLANT - RICE	\$8,435,599.71	176.70%
PROTEIN - ANIMAL - GENERAL	\$6,737,423.45	181.70%
PROTEIN - PLANT - GENERAL	\$1,956,396.46	59.40%

资料来源：SPINS《2025 Industry Update Trends Predictions》，申万宏源研究

2. 以预防支出代替医疗支出，“体重管理行动”势在必行

2024年6月国家启动“体重管理年”三年行动，首次将体重管理范围扩展至全人群。自2000年起，国家发布一系列与肥胖预防和控制相关的政策、建议和指南，也实施了一系列肥胖防控行动，但对健康人群的体重管理和肥胖预防重视不够。“体重管理年”三年行动首次将覆盖范围扩展至全人群，目标三年内提升全民体重管理意识，改善生活方式，形成良好体重管理氛围，助力部分人群体重恢复正常。

表7：“体重管理年”三年行动实施方案要点

实施要点	内容
加强科学普及和宣传倡导，提高全民体重管理意识	(一) 强化体重管理科学指导；(二) 创新体重管理科普形式；(三) 提升体重管理科普能力
动员社会广泛参与，提升体重管理效能	(四) 积极营造体重管理社会支持性环境：推广“一秤一尺一日历”（体重秤、腰围尺、体重管理日历）；扩大健康小屋社区覆盖范围，打造健康主题公园、健康步道、健身器材等支持环境；加强健康单位建设；推进健康食堂、健康餐厅建设 强化家庭体重管理的重要作用； (五) 强化家庭体重管理的重要作用； (六) 发挥专业技术优势，规范体重管理服务模式； (七) 发挥中医药对体重管理的技术支撑作用； (八) 倡导健康消费新理念。充分利用体重管理新技术、新成果，引导健康企业研发体重管理新产品。推动体育健康产业不断创新，丰富科学锻炼方法和器材，结合数字科技开展身体素质和运动能力评估
覆盖全人群全生命周期，提高体重精准管理水平	(九) 孕产妇体重管理；(十) 婴幼儿和学龄前儿童体重管理；(十一) 学生体重管理；(十二) 职业人群体重管理；(十三) 老年人体重管理

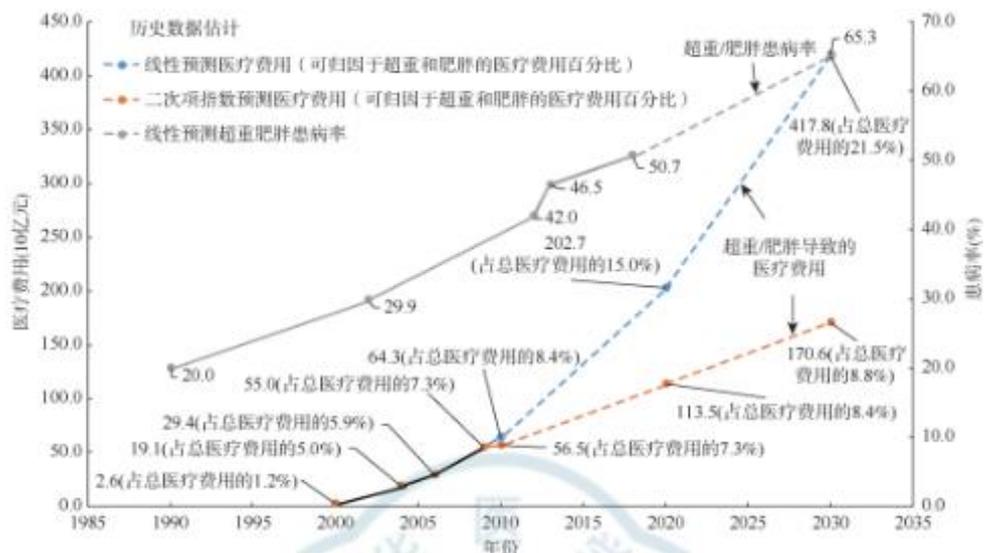
实施要点	内容
加强体重监测与效果评估	(十四) 完善监测信息互联共享机制，加强数据有效利用。
加强科学研究和成果转化	(十五) 开展体重管理关键技术研究 and 转化应用。研发体重管理相关医药及穿戴设备。充分运用互联网、物联网、大数据等信息技术手段，创新体重管理模式。推动人工智能技术在制定个性化营养、运动干预方案中的应用。促进产学研深度融合，加快研究成果转化，共同推进体重管理技术创新和产品升级。

资料来源：中国政府网，申万宏源研究

体重管理从源头防控多种慢性疾病，降低医疗卫生体系负担，政策端有望持续发力。

根据《中国居民肥胖防治专家共识》（2022），肥胖增加居民卫生保健服务成本，造成医疗卫生体系的负担加重，根据最新研究预测，到 2030 年，中国归因于超重/肥胖的医疗费用将达 4180 亿元，约占全国医疗费用总额的 21.5%。实施体重管理从“治已病”到“治未病”，将实现国家与居民的双向受益。

图 13：预测 2030 年中国成年人超重/肥胖导致的医疗费用



资料来源：《中国居民肥胖防治专家共识》（2022），申万宏源研究

复盘日本体重管理行业发展历程，政府在其中发挥重要作用，包括：(1)制定纲领性文件；(2)通过政府支出、健康教育等形式，构建支持性环境；(3)通过强制或鼓励性措施，引导企业及个人参与体重管理事业；(4)激活外部专业力量，完善体重管理体系。政策牵引下，功能性食品、健康监测服务、多样化体重管理服务等行业得到快速发展。

1945-1960 年：需求萌芽期，市场自发探索

二战后日本经济重建，西方饮食文化（高热量、高脂肪食品）传入，肥胖率开始上升，行业自发探索低卡食谱，出现社区健身房。

1960-1990 年：产业形成期，市场需求占主导，因社会肥胖问题显现，政府开始介入

这一阶段，日本经济从高速发展到较快增长，期间人均 GDP 持续攀升，居民消费结构中享受型和服务型消费占比扩大，至 1980 年成人超重/肥胖率达到 19.4%。人群结构上，中产阶级扩容，女性劳动参与率上升，控体瘦身需求爆发式增长。

政府开始推行与体重管理相关的政策。1978 年，实施**第一次国民健康增进 10 年规划**，健全市町村的保健设施，确保保健人才（力量）供给；1988 年，实施**第二次国民健康增进 10 年规划**，将普及运动习惯作为重点实施项目。

1990-2010 年：产业扩张期，需求基本盘稳固，政策牵引增量、加速产业发展进程

这一阶段，资产泡沫破灭后，居民消费观念逐步回归理性，追求健康是消费升级的动力之一。因社会超重/肥胖率仍呈上升态势，国家出台针对性政策，量化健康目标，促进全民健康事业。2000 年启动**面向 21 世纪的国民健康增进运动-健康日本 21** 纲领性行动，主要内容包括：1)推进全生命周期的健康建设；2)营造支持个体健康的社会环境；3)设定 9 大领域（营养、运动、吸烟等）70 项具体指标。

政府支出重点：社区健康中心、保健所设备升级；健康教育；企业健康补贴（政府强制员工超 50 人的企业提供年度体检，政府补贴中小企业体检费用的 30%）。

其他主要措施：为鼓励保健食品企业研发，2005 年起日本对通过 FOSHU 认证的企业，研发费用享受 25% 税收抵免；为鼓励企业购买健康管理设备，中小企业（员工≤300 人）健康管理设备采购费用额外享受 10% 税收抵免。

2010 年至今：政府发挥引导性作用，鼓励技术创新，完善体重管理体系

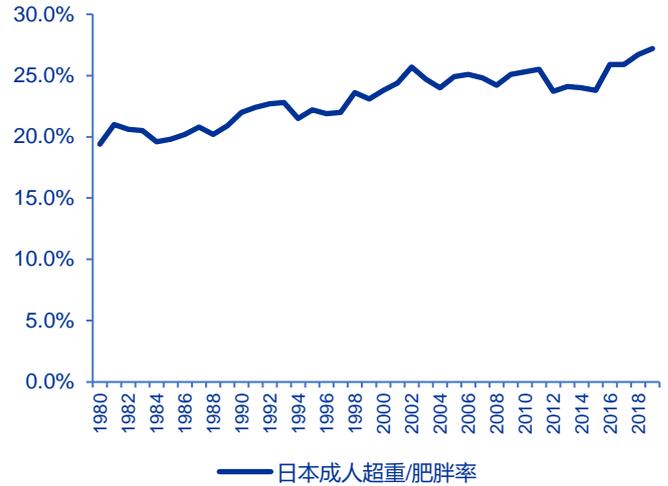
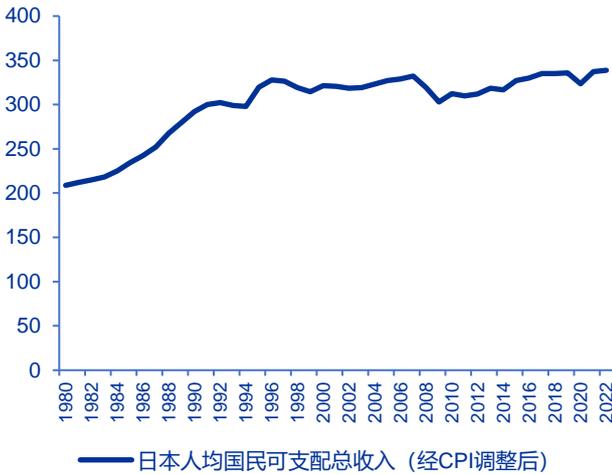
这一阶段，年轻一代（千禧一代和 Z 世代）逐渐成为消费主力，放慢生活节奏，偏好新兴事物。“健康日本 21”行动设置的肥胖率未达标，政策端继续加码，2012 年实施**面向 21 世纪的国民健康增进运动-健康日本 21 第二阶段**。在“健康日本 21”第二阶段中，厚生劳动省变为政策管理者而非制定者，充分激活外部专业力量推进体重管理事业。一方面，以“新健康前沿战略”等为平台，获得文部科学省、经济产业省等部门配合；另一方面，与医疗保健机构、保险公司等展开项目合作，打造国家监测信息与研究体系，促进监测结果、调查信息、研究成果的对接。

政策支出重点：提供代谢综合征防治体检补贴（40 周岁以上国民强制体检）；健康积分制度（市民运动打卡兑换商品券，政府补贴企业）；技术研发支出（可穿戴设备、AI 健康管理算法等研发）。

其他主要措施：2015 年日本实施功能性标示食品制度，大幅降低功能性食品准入门槛。据富士经济数据，2024 年日本功能性标示食品规模 7274 亿日元，16-24 年 CAGR 达 25%，期间减脂瘦身产品市场规模持续位列各品类第 1。2018 年国家牵头打造国家监测信息与研究体系，推动“硬件+数据+服务”闭环，个性化健康监测服务市场快速增长，据日本矢野经济研究所预测，2023 年日本个人健康监测市场 29.52 亿日元，20-23(E)年 CAGR 达 35%。

图 14：1980-2022 年日本国民可支配总收入（经价格指数调整后）（单位：万日元）

图 15：1980-2019 年日本成人超重/肥胖率



资料来源：联合国、日本统计局、Wind，申万宏源研究

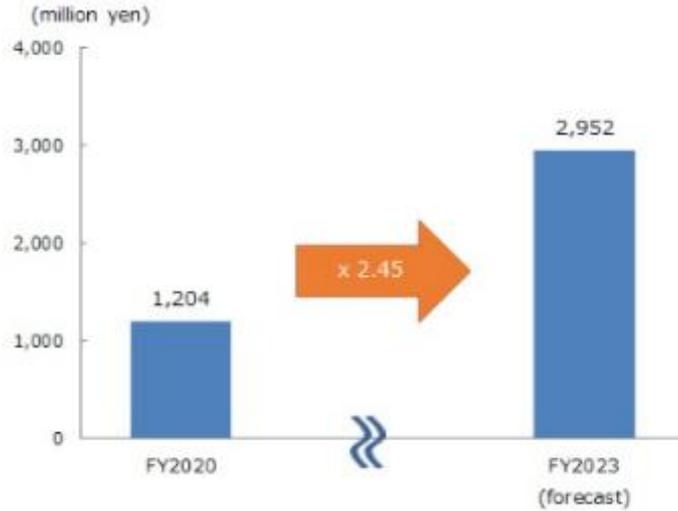
资料来源：经济合作与发展组织 OECD，申万宏源研究

表 8：健康日本 21 及健康日本 21 第二阶段行动主体

	健康日本 21 (2000-2012 年)	健康日本 21 第二阶段 (2013-2022 年)
决策主体	厚生劳动省 负责统筹并追踪各健康课题的实施进展，设立并管理分支推进机构	厚生科学审议会 报告无强制效力，具有较强的政治和社会影响力
协同主体	由枢纽机构内阁官房、内阁府牵头，联合文部科学省、日本内阁整合内阁官房下辖的 7 个特别处室、内阁府厚生劳动省、农林水产省、经济产业省出台新健康前下辖的 8 个厅局以及 10 个省厅，意在发挥各自支持医疗战略行动计划 (2007-2016)，旨在对儿童、癌症对疗保健领域尖端技术研究、产品开发、人才培养职责策、护理、体育等领域进行职责分派	的优势，培育健康新产业
外部合作主体	在健康局主持下，成立由部门、民间团体组成的“健康日本 21”全国大会，定期举办报告会推动战略沟通	成立以政府、保险公司、医疗机构合作为主线的日本健康会议； 打造国家监测信息与研究体系。内容覆盖死亡/疾病现状、健康行为、健康服务提供

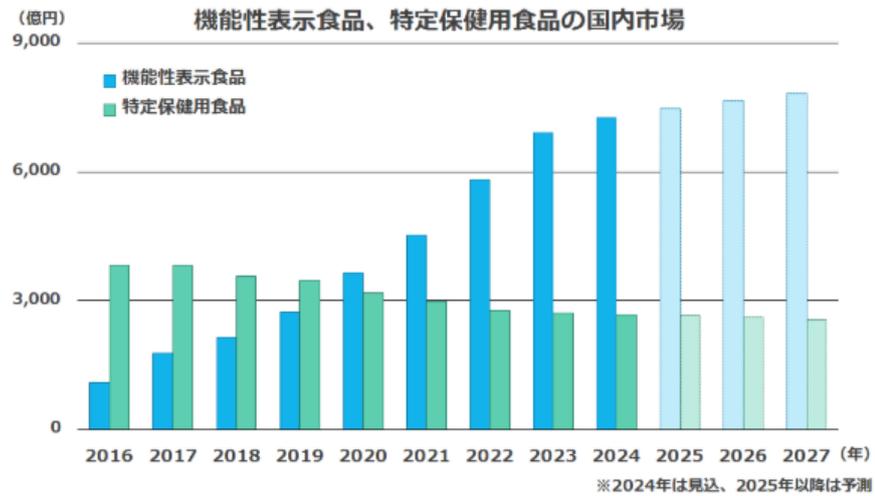
资料来源：日本厚生省官网，申万宏源研究

图 16：2020-2023(E)年日本个人健康监测服务市场规模



资料来源：日本矢野经济研究所，申万宏源研究

图 17：2016-2024 年日本功能性食品和特定保健用食品市场规模、前五大功能性食品品类



	2016 年	2020 年	2024 年 (見込)
1	脂肪 (低減)	脂肪 (低減)	脂肪 (低減)
2	脂肪 (吸収抑制) × 糖 (吸収抑制)	膝関節	腸内環境 × ストレス緩和 × 睡眠
3	腸内環境	脂肪 (吸収抑制) × 糖 (吸収抑制)	膝関節
4	光刺激保護・コントラスト調節/ ピント調節/首・肩	膝関節 × 筋力維持	免疫機能維持
5	脂肪 (吸収抑制)	コレステロール × 血圧	胃の負担軽減

※網掛けは脂肪に関するヘルスクレーム

资料来源：富士经济，申万宏源研究

3. 公司乘风进击，打造主业第三增长极

3.1 近二十年深耕数字体育科技，开创体重管理新范式

公司近二十年深耕数字体育科技，拥有三大数字化解决方案平台，在专业运动市场赢得良好口碑。公司 2005 年组建数字科技技术团队，致力于将多年累积的专业运动营养技术，转化为可复制、科学安全、个性化的运动营养解决方案，截止目前形成①科学训练管理平台、②智慧营养管理平台、③运动健康管理平台三大系列产品，赋能体育科技的数字化发展。公司联合国家及地方体育科学研究所、体育训练中心、体育高校打造多个标杆项目，在行业内建立良好的口碑形象。

图 18：公司科学训练管理平台、智慧营养管理平台、运动健康管理平台产品及标杆案例（未穷尽列举）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

顺应全民健身、全民体重管理等国家战略，公司主动延伸数字化体育科技能力至大众市场，积极拓展大学、企业、社区等 B 端客户。运动管理方面，开发面向大众的“运动健康管理平台”，覆盖 6-79 岁的大众人群，提供运动风险评估、体质健康测试、慢性疾病风险筛查服务，率先在国民体质监测、学生体质健康测试、健康自主管理等场景推广。健康饮食方面，打造“智慧营养健康餐厅”，将膳食营养技术与互联网、物联网、云计算等新一代信息技术有效结合，重塑传统食堂供餐模式。针对职场人群的慢性病风险，“智慧营养健康餐厅”结合“中国居民膳食指南”进行营养干预，提高营养用餐的精准性。

面向大众市场，公司核心优势体现在两个方面：一是专业性。竞技体育对营养与健康管理的容错率低，公司专业能力历经国家队/省队及专业体育院校考验；二是公司积累庞大&优质的数据资源，能够指导产品开发，并能在市场扩张中进一步巩固竞争优势。

图 19: 公司运动健康管理平台架构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 20: 公司智慧营养管理平台架构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 21: 公司智慧营养健康餐厅-大众营养健康管理范式



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 乳清蛋白产品适合多场景，全新子品牌“CPTfit”专注女性人群

公司乳清蛋白产品提供优质蛋白，可用于高蛋白膳食减重、GLP-1 营养支持、术后营养支持及体重维持。乳清蛋白与人体蛋白质氨基酸模式接近、所含的必需氨基酸种类齐全且利用率高，是一类优质蛋白质，从营养价值看（以必需氨基酸含量、PDCAAS、改善身体状态效果、生物价等维度作为参考依据），乳清蛋白>动植物混合>植物蛋白。公司多款乳清蛋白产品用于增肌以外的场景，如“酵母葡聚糖乳清蛋白粉”，“分离乳清蛋白粉”，“蛋白奶昔”等，为不同需求人群从源头补充优质蛋白。

表 9：公司乳清蛋白产品（使用场景除增肌以外）

产品	产品特点	产品适用场景
酵母葡聚糖乳清蛋白粉	纯乳清蛋白； 三重免疫护盾：酵母β葡聚糖、分离乳清、浓缩乳清； 科学配比：双乳清蛋白约 4:1 科学配比接近人体氨基酸组成； 原料优：进口原料、精心研制； 0 添加：0 色素、0 蔗糖、0 防腐剂、0 转基因成分	手术后营养支持； GLP-1 营养支持； 高蛋白膳食减重
分离乳清蛋白粉	蛋白 100%来自于分离乳清蛋白； 专研营养配方，加入微生物 D 和黑胡椒提取物； 含有 18 种氨基酸，蛋白含量高达 88% 0 蔗糖、0 果糖、0 葡萄糖 8 种微生物矿物质营养	GLP-1 营养支持； 高蛋白膳食减重； 体重维持
蛋白奶昔	高膳食纤维； 高蛋白质； 0 脂肪 多种口味：椰奶味、紫薯味、红莓果味、青汁抹茶味、黄沙棘玉米味、草莓味	高蛋白膳食减重； 体重维持

资料来源：淘宝网、京东网，申万宏源研究

公司发布全新子品牌 CPTfit，专注女性轻运动与轻代餐人群。公司 2025 年 3 月正式推出 CPTfit 品牌，CPTfit 专注于为女性轻运动与轻代餐人群提供全场景的科学营养解决方案与优质体验。首发新品包括 CPTfit C 位蛋白棒、CPTfit C 位黑咖、CPTfit 3D 左旋。

表 10：公司 CPTfit 品牌产品-专注女性轻运动与轻代餐人群

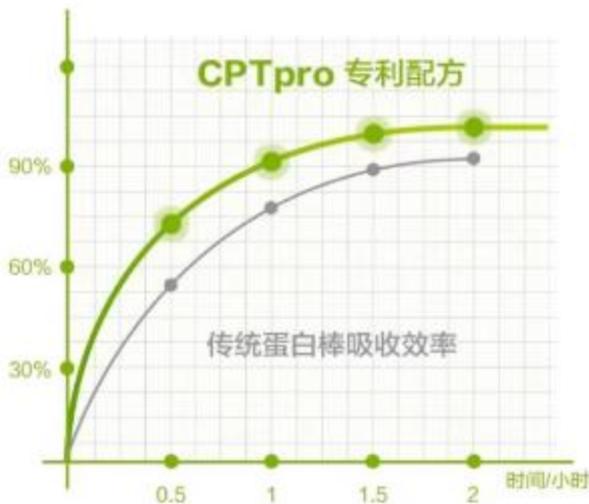
产品	产品特点	产品适用场景
CPTfit C 位蛋白棒	创新轻盈配方，7 重快慢蛋白，25%高蛋白含量，10%高膳食纤维；添加专利益生菌 TWK10 及菊粉添，呵护肠胃 多种口味：酸奶味、茶果味、生椰可可味	需要补充蛋白质的间隙：下午 3-4 点、力量训练后一小时内 代餐、解馋
CPTfit C 位黑咖	采用来自于“中国咖啡之乡”云南德宏的优质咖啡豆原料，额外添加了玉米须粉、EGCG 以促进人体代谢	单独或配合蛋白棒使用
CPTfit 3D 左旋	独特的 3D “燃轻”配方，特别添加了高纯足量的左旋肉碱、云南滇西的绿茶原料提取物、牛磺酸、橄榄果粉等成分，可帮助增强运动过程中的能量消耗	跑步、健身、骑行、滑雪等运动场景

资料来源：公司官网，申万宏源研究

女性运动不再止步于减脂和瘦身，具备肌肉线条、力量感的美开始盛行，为 CPTfit 品牌提供细分市场机会。相较于以往迎合“白幼瘦”审美，女性越来越以包容和欣赏的眼光看待多元外形特质，审美走向“百花齐放”。**小红书话题显示**，2024 年[健身女孩]、[撸铁女孩]、[肌肉女生]浏览量同比增长超 335%，相关种草笔记“高蛋白、肌肉、补剂、补钙、口味”等词高频涌现。**乐刻平台数据显示**，女性健身目标向多元化方向发展，私教课程上，2024 年增肌课程比例达到 21%且一直稳步增长；团课方面，力量型训练逐渐成为女性健身的新风尚。

CPTfit 走大单品策略，主推 CPTfit C 位蛋白棒。CPTfit C 位蛋白棒产品力优异，有品牌背书，公司加大场景及活动营销，成长动能充足。体重管理市场产品种类繁多，存在一定无序竞争，排名靠前的品牌主要采用“大单品”策略获客并建立品牌认知，后续通过延展产品线拓展人群和场景，公司 CPTfit C 位蛋白棒具备大单品实力。CPTfit C 位蛋白棒引入公司王牌产品技术，以 CPTpro 配方为核心，加入专利成分，提供更强吸收的营养体验，对比主要竞品 (ffit8、WonderLab、PhD 品牌蛋白棒等)，公司 C 位蛋白棒洞察目标客群对于补充多种营养物质与保持口感的需求，价格处于同行中游水平，具备强竞争力。营销推广方面，线上聚焦小红书、知乎等平台，通过软植入和 KOL 种草引流，线下加大场景与活动营销，在瑜伽、体操等女性运动场景中展示产品力。

图 22: CPTfit C 位蛋白棒 CPTpro 配方蛋白吸收效率更高



资料来源：北京康比特运动营养研究所，申万宏源研究

图 23: CPTfit C 位蛋白棒 TWK10 益生菌助力更好运动表现



资料来源：公司官网，TWK10 益生菌专利原料临床试验报告，申万宏源研究

表 11: 公司 CPTfit 品牌产品与主要竞品主要参数对比

品牌	CPTfit	ffit8	WonderLab	PhD
代表性单品	乳清蛋白棒	巧克力味蛋白棒	高蛋白双层谷物代餐棒	智选蛋白棒
蛋白质含量	6 重蛋白: 25g	3 重蛋白: 25.7g	5 重蛋白: 16.1g	4 重蛋白: 31.26g

品牌	CPTfit	ffit8	WonderLab	PhD
(每 100g 产品)				
其他营养物质	荷兰皇家菊粉等膳食纤维、黑胡椒提取物、微生物 D、TWK10 益生菌等	膳食纤维、益生元	奇亚籽、藜麦脆粒等	膳食纤维、益生元等
热量 (每 100g 产品)	384 卡	378 卡	396 卡	499-535 卡
口感	CPTpro-GLS 三态融合技术, 提供云朵般口感, 突破传统蛋白棒质地紧密粘硬局限	口感接近零食, 接受度高	双层搭配, 口感丰富	三层夹心, 口感丰富
价格 (每 100g 产品)	31.6 元	34.5 元	19.9 元	40.4 元

资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

注: 价格为淘宝网直接下单价格, 未考虑满减等活动

公司注重应用开发与消费者需求洞察, 为后续产品矩阵扩张提供支撑。立足科研优势, 并结合消费者需求痛点, 公司布局了多款体重管理产品, 为 CPTfit 多层次产品结构提供支撑。

表 12: 公司与体重管理相关的发明专利

序号	专利名称及专利申请号	专利特征
1	一种具有减肥保健功能的微丸充液胶囊的制备方法 (CN201711423377.8)	新剂型
2	一种改善能量供应, 增强能量代谢的组合物 (CN201711364449.6)	代餐、提高代谢
3	一种可管控体重和提升运动能力的组合物 (CN201711330590.4)	新成分、提高代谢
4	含枳实提取物的减肥组合物及其制剂 (CN201410802174.X)	新成分、提高代谢、阻断吸收
5	一种减肥组合物及其制备方法 (CN201310745455.1)	提高代谢
6	一种具有降低血脂功能的瘦身汤料 (CN201310607893.1)	提高代谢、新剂型
7	一种减肥调味料 (CN201310284698.X)	多种成分提高代谢
8	一种减肥瘦身的布丁粉及其制备方法 (CN201210365119.X)	代餐、提高代谢、新剂型
9	左旋肉碱组合物和制剂, 及其制备方法和应用 (CN201110391512.1)	多种成分提高代谢
10	一种代餐果冻粉及其制备方法 (CN201210341899.4)	代餐、提高代谢、新剂型
11	一种代餐美容组合物及其制备方法 (CN201210319804.9)	代餐、美容
12	一种用于减肥的组合物、其制备方法及应用 (CN201110245600.0)	代餐
13	一种用于减肥代餐的烘焙棒及其制备方法 (CN201110167327.4)	代餐
14	一种减肥代餐营养棒及其制备方法 (CN201110030404.1)	代餐
15	一种减肥代餐粉 (CN201010622507.2)	代餐
16	一种能量控制饮料 (CN201010224539.7)	提高代谢、抑制食欲
17	含左旋肉碱酒石酸盐的泡腾片 (CN200810240395.7)	新剂型、提高代谢

资料来源: 专利之星, 申万宏源研究

4. 投资分析意见

基于业绩快报数据，结合业务进展，我们略上调 2024-2026 年盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 0.89/1.15/1.56 亿元（原值分别为 0.85/1.13/1.44 亿元），最新股价（2025/3/24 收盘）对应 PE 分别为 26/20/15 倍。体重管理是黄金赛道，政策发力强化行业成长逻辑，公司体重管理业务望迎风而上，成为第三增长极。维持“增持”评级。

5. 风险提示

1. 食品安全风险：公司建立了完善的质量控制体系，质量管理部从原材料采购到产品生产全程参与检验，通过实验室实验、包装材料检测等流程保证产品质量。但是食品安全问题的风险并不能被完全隔离，公司需面临自身以及同行业公司发生食品安全事件进而对行业声誉、公司业绩造成不利影响的风险。

2. 市场竞争风险：随着“全民健身”理念的深入人心，参与运动健身的人数逐年攀升，导致运动营养品的需求不再局限于专业运动员和健身爱好者，普通民众因运动量增加而对运动营养品的需求也日益增长。这一趋势不仅吸引着国外知名运动营养品牌如肌肉科技（MuscleTech）、诺特兰德（NUTREND）等加入，还涌现了一批国内新兴运动营养品企业，从而为公司带来一定的市场竞争风险。

3. 核心技术失密风险：公司作为生产、研发和销售运动营养食品并提供全方位科学健身方案的高新技术企业，拥有多项自主研发核心技术。为保护核心技术机密，公司通过签订相关保密协议以及申请专利权保护等措施以防止核心技术外泄。如若公司保密措施未能得到严格有效执行，则面临核心技术失密，产品竞争力减弱的风险。

4. 新品推广不及预期风险：消费者对体重管理产品的功能性，成分的科学性要求较高，若新品定位模糊，或未能精准匹配目标人群，或缺乏场景化营销，或缺乏内容营销，可能导致市场接受度低，新品推广不及预期。

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	635	843	1,041	1,406	1,873
其中: 营业收入	635	843	1,041	1,406	1,873
减: 营业成本	361	505	619	845	1,121
减: 税金及附加	6	8	10	14	19
主营业务利润	268	330	412	547	733
减: 销售费用	121	165	207	277	370
减: 管理费用	51	46	55	76	101
减: 研发费用	24	34	43	59	79
减: 财务费用	4	-1	2	0	0
经营性利润	68	86	105	135	183
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-2	0	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-2	-3	0	0	0
加: 投资收益及其他	2	7	0	0	0
营业利润	65	90	105	136	183
加: 营业外净收入	1	14	0	0	0
利润总额	66	104	105	136	183
减: 所得税	8	16	16	20	27
净利润	58	88	89	115	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	58	88	89	115	156

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。